

美通脹難下 年內減息恐少於預期

邢自強：製造業及就業數據向好 支撐高息環境



首席論談

美國通脹仍具較高黏性，加之就業市場強韌的表現，美聯儲降息預期已經推遲。摩根士丹利（Morgan Stanley）中國首席經濟學家、中國首席經濟學家論壇理事邢自強向大公報表示，當前市況下，美聯儲並不急於開啟降息，鑒於美國經濟仍續「高增長、高通脹」格局，美聯儲政策利率居高不下的局面或維持更長時間（Higher for longer）。他並指，即便美聯儲年內降息，時間窗口也應在下半年，「預計全年降息幅度不會太大，且遠遜市場去年的預期」。

大公報記者 倪巍晨上海報道



人物名片：摩根士丹利中國首席經濟學家、中國首席經濟學家論壇理事 邢自強

►「美聯儲並不急於降息，今年美國經濟、通脹等指標均強於預期有關」。



今年以來，美國通脹黏性始終保持高位，就業市場表現相對偏強。邢自強觀察到，3月美國消費者價格指數（CPI）同比漲幅較前值擴大0.3個百分點至3.5%，遠超預期；當月，剔除波動較大的食品和能源價格後，美國核心CPI同比漲幅持平於2月的3.8%。另一方面，3月美國非農就業人數增加30.3萬人，遠超市場預期的約20萬人，其ISM製造業採購經理指數（PMI）亦重返擴張區間，睽違16個月首次升穿「榮枯線」。

去年末不少機構預測，美聯儲最快或於今年3月降息，且全年降息150個基點或更多。邢自強分析說，就當前市況判斷，美聯儲將在更長時間內維持較高利率水平，「美聯儲並不急於降息，該變化與今年美國經濟、通脹等指標均強於預期有關」。

核心通脹依然頑固

記者留意到，美國一季度實際國內生產總值（GDP）年化環比初值1.6%，不及預期的2.5%。同期，美國核心個人消費支出物價指數（核心PCE）年化環比增長3.7%，高於預期的3.4%，為一年來首次出現季度增長，預示核心通脹依然頑固。數據發布後，芝加哥商品交易所美聯儲觀察工具顯示，美聯儲6月維持利率不變的概率高達99%。

美國正面臨幾十年來未有之大變局。邢自強認為，美國高通脹、高利率、高增長能延續的根源是，美國正復刻上世紀90年代推動其增長中樞保持高位的三大因素，即科技、人口、能源。

科技層面，邢自強說，科技革命尤其是人工智能（AI）崛起，短期可大幅提高企業投資，中期或提升生產率。1998年至1992年期間，美國經濟表現疲弱、財政赤字高企，1992年克林頓入主白宮後提出「改善財政赤字」，其任期內美國爆發一輪互聯網技術革命，特別是上世紀90年代中期，包括電纜、寬帶設備、機房等IT設備領域投資突飛猛進，大量投資也在上世紀90年代中後期帶來生產率的進步。

邢自強補充說，AI革命目前仍處第一階段，與上世紀90年代有類似之處，今明兩年美國企業部門計劃投資達3萬億美元，主要投向IT設備、半導體、數據中心等。從應用端看，一些大型互聯網公司正用AI工具協助程序員開發軟件，金融機構亦啟用AI智能投顧，娛樂類公司則借助AI生成內容，如此種種不勝枚舉。隨着AI在商業領域應用的落地，假以時日或有潛力復刻互聯網技術革命，推高美國的經濟增長中樞與生產率。

經濟維持高增長高通脹

人口層面，邢自強坦言，過去三年美國人口增長大超預期，每年新移民人數約260萬至300萬人，較全球疫情前的正常年份高。儘管圍繞新移民引發一些社會問題的討論，但美國國會預算辦公室測算，新移民有助於從供需兩端大幅提升美國經濟增長潛力。他並指出，上世紀90年代，美國勞動參與率大幅提升，雙職工家庭越來越多，本輪勞動力增加對美國經濟的貢獻，或將複製上世紀90年代的情況。

至於能源層面，頁岩氣革命後，美國能源基本實現自給自足。邢自強指出，近期各種地緣政治形勢對美國能源安全的影響相對較小。美國正着眼於綠色能源轉型，「通脹平減法案」的推出，為新能源投資提供了政策支持，也將帶動基礎設施領域的投資熱度。

邢自強相信，當前美國AI革命、人口增長，正復刻上世紀90年代的情況，加之能源投資的推動，將從供需兩端合力推高經濟增長，美國經濟或延續相對的「高增長、高通脹」格局，美國利率居高不下的局面亦將Higher for longer，「即便年內美聯儲降息，也應在下半年出現，全年降息幅度將遠遜市場去年的預期」。

日本幣策趨正常化 冀擺脫通縮陰霾

逐漸收水

日本央行3月19日決定，將短期政策利率從-0.1%調高至0-0.1%，同步取消收益率曲線控制政策（YCC）。這是日本睽違17年首次加息，宣告負利率時代的終結。邢自強指出，日本的主要問題是如何走出上世紀90年代以來的通縮期，從其對抗通縮的進程看，日本從最初的瞻前顧後到全力以赴，最終亡羊補牢，教訓可謂深刻。他續稱，日本央行的最新決定，標誌着延續11年的超寬鬆貨幣政策開始走向正常化，日本雖參考並學習了美國經驗，但也付出長達20年的「失落」代價。

上世紀90年代初房地產泡沫破滅後，日本經濟經歷漫長的通縮期。邢自強指出，在此期間「日本貨幣政策反應，有很多經驗教訓值得思考」。通過對100多個經濟體過去百年的分析，邢自強團隊得出結論，「去槓桿」的成功之道，在於將利率壓低至比GDP增速低2個百分點的水平，如此才能促進溫和通脹，實現溫和「去槓桿」和經濟復甦。

邢自強舉例說，房地產泡沫破滅後，日本的貨幣與財政政策並未迅速採取寬鬆措施，而是在最初階段保持謹慎，瞻前顧後的態度貽誤了打破通縮的最佳時機。1991年至1995年期間，日本央行雖選擇逐步降息，但因降息幅度不夠，

引發實際利率長期高於GDP增速，該現象提高了實際債務負擔，導致「越去槓桿、槓桿率越高」，通縮挑戰也依然嚴峻。

邢自強認為，除未及時採取寬鬆措施外，日本的貨幣與財政政策配合度同樣不夠。日本貨幣政策寬鬆時，財政政策卻趨緊，兩者很少形成協調且一致性的寬鬆；另一方面，當財政政策寬鬆時，政策發力方向往往是投資、支持基建和製造業，而非支持消費需求。他說，長期通縮環境中，日本製造業企業雖在「出海」方面取得長足進步，並持續保持一定的全球競爭力，但因政策端對需求提振的不足，日本始終不能走出通縮陰霾。

在歷經長期通縮後，日本央行開始反思，甚至邀請美聯儲前主席伯南克分享美國經濟大蕭條的成因與教訓。伯南克在分享中直言，經濟陷入蕭條時，第一反應是「採取刺激政策拉動通脹」，通過先遏止通縮，再採取結構性的改革措施。

CPI升幅連續兩年超2%

邢自強說，安倍晉三組閣後摸索出「安倍經濟學」來打破通縮，日本央行實施YCC，並採取負利率政策，目標是將通脹率提升至2%。疊加寬鬆的財政，今年日本通脹目標逐漸達成，日本央行開始退出非常規的貨幣政策，「通脹率抬升是日本貨幣政策轉向的主因」。他分析，2022年、2023年，日本CPI同比分別增長2.5%和3.2%，今年1月CPI同比增長2.2%，「通脹率已連續20個月達到日本央行設定的2%的目標」。

邢自強提醒，如果說去年市場還曾憂心日本的「再通脹」屬於暫時的輸入型通脹，那今年「春鬥」（日語，即日本工會組織每年春季為提高薪酬而組織的談判）結果無疑激勵人心，大型企業承諾薪資漲幅將達5.28%，幅度為1991年以來最勁。此次「春鬥」結果預示日本的新薪資上升正與物價形成良性循環，「這是『好的通脹』」。

幣策財策發力 中國衝破低物價循環

雙管齊下

基於中國經濟已經進入新周期，又鑒於債務出清壓力有所加大，通脹水平持續低迷，美國、日本貨幣政策的經驗教訓對中國有借鑒意義。邢自強建議，進一步加大宏觀政策力度，加強貨幣與財政政策的配合，重點聚焦對消費領域的支持力度，推動中國經濟走出低通脹。

邢自強指出，在追求高質量發展、提升新質生產力的道路上，貨幣與財政政策應相互配合發力，通過對美國、日本貨幣政策經驗教訓的借鑒，實施行之有效的宏觀政策，不斷推動中國經濟實現溫和再通脹。人行政策仍有降準、降息的空間，通過壓低實際利率水平，降低融資成本和債務負擔等，實現溫和「去槓桿」。

邢自強建議，貨幣與財政政策應有效協調配合，財政端可繼續加大力度，除投資技術升級外，財政支出方向應更多聚焦消費領域，「創新是一個生態系統，新質生產力的發展不僅要聚焦供給，還要考慮需求，尤其是最終消費」。他又提醒，當內需不足時，大量的投資易引發回報的下降，帶動價格螺旋式下跌。未來兩年若能擴大廣義財政7至8萬億元人民幣，並重點支持消費領域，便有助於打破低物價循環的預期，「強大的內

需有利於推動高質量發展和新質生產力的提升」。

提高社會保障 釋放消費需求

「支持消費」的具體方式方面，邢自強表示，歐美國家通常直接向民眾派發現金或消費券，中國可通過提高社會保障的方式達到同樣效果，此舉符合「共同富裕」的方向。他舉例說，未來中國可投入更多醫療、教育、養老金和保障房等資源，讓社會保障範圍覆蓋更多人群，包括逾2億的農民工群體。低收入群體若能享受到城市公共福利，「防禦性儲蓄」壓力就有望下降，從而更好釋放消費需求、打破低物價循環預期。

日本央行四月議息會議要點

政策利率

- 維持利率0-0.1厘，並刪除「維持此前購債規模」的表述，明顯傳遞「縮表」信號

日圓匯率

- 匯率並非央行目標，日圓貶值暫未對潛在價格趨勢造成太大影響，暗示不會用加息方式阻止日圓貶值

通脹水平

- 將2024和2025財年核心CPI分別上調0.4和0.1個百分點至2.8%、1.9%。因今年「春鬥」工資增速大幅回升，新增2026財年核心CPI預測至2.1%

經濟增速

- 日本增長動能近期雖然走弱，但仍高於潛在增長率，考慮到近期日本的消費數據不及預期，下調2024財年GDP預測0.4個百分點至0.8%

人民銀行購買國債的方式

一級市場

- 不可操作：《中國人民銀行法》禁止人行在一級市場參與國債交易，並嚴格限制可供交易的國債種類

二級市場

- 質押式：人行向財政部購買國債時要提供資金質押，財政部在未來按約定條件和期限，將資金歸還人行，人行持有國債作為抵押物
- 可操作：人行可通過逆回購向市場注入流動性，熨平發債期的資金面波動
- 買斷式：人行直接購買國債，支付全款並支持該國債，但不涉及質押資金，風險亦由人行承擔
- 可操作：2023年12月，人行曾全額買斷7500億元的2022年「特別國債」，風險亦由人行承擔

大公報記者倪巍晨整理

人行買賣國債 有別於西方量寬操作

政策工具

人民銀行有關部門負責人表示，中國國債市場規模已居全球第三，加之流動性的明顯提高，為人行在二級市場開展國債現券買賣操作提供了可能，此舉也是一種流動性管理方式和貨幣政策工具儲備。邢自強分析，人行貨幣政策組合及發行機制，與美聯儲、日本央行有很大不同。人行過去主要借助央票、中期借貸便利（MLF）等公開市場工具調節流動性，通過結構性工具為特定領域提供相對低價的信貸。一些海外央行將利率降到極致後，被迫通過長期、單向購買中長期

國債的方式，增加基礎貨幣供給，其量化寬鬆（QE）工具實施的條件是利率工具已經失效，「這是非常規的干預方式」。

調節流動性穩市場

邢自強指出，通過在二級市場買賣國債來開展公開市場操作，是人行貨幣政策逐步與全球成熟央行接軌的一步，隨着中國國債市場的愈發成熟，人行可將國債視為公開市場操作的主要工具之一。中國也可借鑒美國、日本的經驗不斷完善政策工具，加強貨幣與財政政策的配合，重點加大對消費的支

持，推動中國經濟走出低通脹。

《中國人民銀行法》規定人行不得在一級市場參與國債交易，這意味着人行僅能在二級市場買賣國債。記者留意到，人行歷史上也曾嘗試國債買賣操作。1996年，人行為投放基礎貨幣，曾面向14家商業銀行購買了29億元（人民幣，下同）的國債。

無獨有偶，2002年至2003年，人行曾通過國債買賣方式調節市場流動性，但因外匯大量流入，2004年後人行資產負債表出現膨脹過快現象，國債「現券買斷」作為一種擴張的流動性釋放工具，其存在的必要性顯

著減弱。2007年財政部發行1.55萬億元特別國債用於成立中投公司，分階段兩次購買1.35萬億元特別國債，定向發行給農行，再由人行從二級市場接走，此舉避免了大規模集中發行國債對市場的衝擊，且不對應基礎貨幣的變化。

邢自強再強調，人行常規性貨幣工具依然較多，政策空間仍然較大，未來還可繼續使用降準、降息，以及結構性貨幣工具，包括近期設立5000億元額度的科技創新和技術改造再貸款，「中短期看，中國沒有實施QE政策的必要」。



▲人行通過在二級市場買賣國債來開展公開市場操作，是貨幣政策逐步與全球成熟央行接軌的一步。